



## Penser Access by Carnegie

Hemelektronik &amp; Heminredning | Sverige | 11 juni 2024

# Candles Scandinavia

## Renodlingen av verksamheten slutförd

### Positiva signaler för organisk tillväxt i Q4

Nettoomsättningen steg med 30% till 36,4 mkr (27,9). Den organiska tillväxten för private label-produktion var 48%, rensat för den avvecklade verksamheten. EBIT var -14,2 mkr (-5,9) och belastades av engångskostnader på 7,4 mkr, vilka var hänförliga till den avvecklade verksamheten. Kassaflödet påverkades positivt av 16,8 mkr i minskat rörelsekapital. Kassen var 18,6 mkr och med nuvarande utnyttjade kreditfaciliteter på 45 mkr flaggar Candles för att inget nytt kapitaltillskott behövs för att växa organiskt. Justerat för engångsposter på 15,8 mkr blev EBIT, 23/24, 4,5 mkr jämfört med 2,1 mkr 22/23. Candles indikerar att orderboken är rekordstor vid ingången av det nya räkenskapsåret och att tillväxtmålet är 30% y/y.

### Renodlingen är klar och plattformen för organisk tillväxt är på plats

Renodlingen av verksamheten och omställningen till 100% fokus på en kostnadseffektiv private label-produktion av hållbara doftljus och rumsdofter är fullbordad efter cirka 18 månader. Investeringar har gjorts på drygt 70 mkr i helautomatiserade produktionslinor, en för doftljus och en för doftspray, för att bli en global kostnadsledare. Den nya kapaciteten startar successivt upp i slutet av juni, och innebär att produktionskapaciteten stiger med 500% och alla produktionsrelaterade flaskhalsar elimineras. Enligt våra beräkningar kan den installerade kapaciteten generera drygt 1 mdkr i omsättning vid 80% utnyttjande, men att nå den nivån kommer ta lång tid. Bolagets mål om en tillväxt på 30% per år de kommande tre åren kräver en robust tillväxt i kundstocken. Under det senaste året har tio nya kundavtal signerats.

### Initiala uppstartskostnader ger kortsiktig osäkerhet i lönsamhet och högre risk

Vi sänker våra EBIT-estimat för de kommande två åren med 60-70% och tar höjd för höga initiala uppstartskostnader för den nya produktionskapaciteten under H1 24/25e. Vi räknar med EBIT-marginaler om 3-6% de kommande två åren. EBIT-marginalutvecklingen kan vara konservativ givet skalfördelarna i den nya produktionskapaciteten, men vi vill se tydliga bevis under innevarande räkenskapsår innan vi är beredda att skruva upp marginalestimaten. Vi har höjt vårt avkastningskrav till 15% (14%) för att reflektera en högre osäkerhet i marginalpotentialen i den nya produktionskapaciteten. Vår nya långsiktiga EBIT-marginal är 10,0% (12,0%). Detta leder till ett sänkt motiverat värdeintervall om 30-36 kr (37-41).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24/25e	25/26e	26/27e		23/24	24/25e	25/26e	26/27e	Motiverat värde	30,0 - 36,0 kr
Totala intäkter	-3,1%	-6,8%	-	Totala intäkter	181	236	294	367	Aktiekurs	25,6 kr
EBIT, just.	-68,1%	-62,9%	-	Tillväxt	-16%	30%	25%	25%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-95,1%	-73,5%	-	EBITDA, just.	-4	14	25	39	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-11	6	18	32		
Q1 - rapport	27 augusti 2024			EPS, just.	-1,3	0,1	1,2	2,5	<b>Intressekonflikter</b>	
Q2 - rapport	26 november 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	116%	Yes No	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	9,7	9,8	10,9	13,4	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	8,7m			EBIT-marginal	Neg.	2,6%	6,1%	8,8%	Certified adviser	✓
Börsvärde	221			ROE, just.	Neg.	0,8%	11,2%	20,5%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	-5,85			ROCE, just.	Neg.	6,2%	17,3%	27,4%		
EV	216			EV/Sales	1,2x	0,9x	0,7x	0,6x		
Free float	26%			EV/EBITDA	Neg.	16,0x	8,7x	5,6x		
Daglig handelsvolym, snitt	6k			EV/EBIT	Neg.	35,9x	12,2x	6,7x		
Bloomberg Ticker	CANDLEB SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	N.m.	22,2x	10,3x		
<b>Analytiker</b>				P/EK	2,6x	2,6x	2,3x	1,9x		
Mathias Carlson				FCF yield	6%	1%	1%	5%		
mathias.carlson@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	-0,5x	-0,4x	-0,5x		

## Investment case

Candles har en unik och ledande marknadsposition på den europeiska doftljusmarknaden. Bolaget erbjuder högkvalitativa doftljus av 100% naturligt vax i storskalig produktion. Efterfrågan på hållbara doftljus är stark, vilket återspeglas i Candles genomsnittliga tillväxt om cirka 25% per år de senaste fem åren. Kunderna efterfrågar ett hållbart alternativ till de dominerande, paraffinbaserade, doftljusen. Paraffin utvinns av fossilt bränsle. Vår bedömning är att Candles kommer att leverera en tillväxt om minst 25% i snitt de kommande tre räkenskapsåren drivet av kundernas ökade fokus på miljö och hälsa. Candles har utformat en tillväxtstrategi för att realisera de stora värden som ligger i bolagets unika produkt erbjudande. Produktionskapacitet har varit flaskhalsen för ökad tillväxt, men denna situation kommer att förändras inom kort. Candles har investerat drygt 70 mkr i ny produktionskapacitet, vilket leder till en ökning med cirka 500%. Robotar för att helt eller delvis automatisera produktionsprocessen ingår i investeringsplanen. Den nya kapaciteten kommer stå helt klar i mitten av 2024 och bereder vägen för en uthållig och stark tillväxttakt med god lönsamhet under många år framöver.

## Bolagsprofil

Candles tillverkar doftljus med 100% växtbaserat, biologiskt nedbrytbart vax, baserat på svenskodlad raps. Candles unika marknadsposition och styrka är en kostnadseffektiv metod för storskalig produktion av kundanpassade doftljus av naturligt vax. Candles erbjuder ett hållbart alternativ i en marknad som domineras av paraffinvax, som utvinns av fossilt bränsle. Bland Candles kunder utmärker sig Rituals, H&M, Åhléns, Lykos och Skandinavisk.

## Värdering

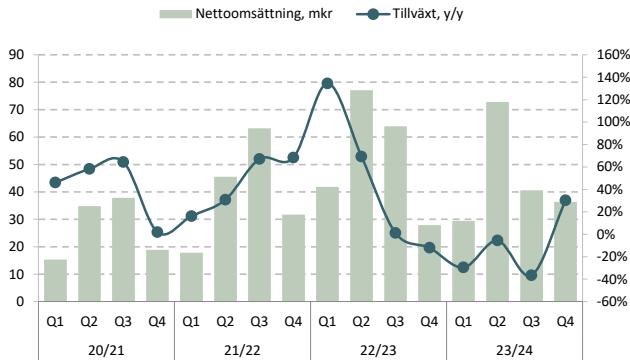
Vi värderar Candles med en DCF-modell för att fånga upp våra starka och långsiktiga tillväxtprognoser. Vi räknar med en låg kassaflödesgenerering under de kommande två åren givet att uppskalningseffekten i de nya produktionslinorna tar tid och att tillväxten också genererar ett högre rörelsekapital. Vår bedömning är att Candles har potential att växa starkt organiskt under många år tack vare en unik marknadsposition och en helt ny skalbar och kostnadseffektiv produktionsapparat. Enligt våra beräkningar kan den installerade kapaciteten generera drygt 1 mdkr i omsättning vid 80% kapacitetsutnyttjande. Vi antar en WACC på 15,0%, långsiktig EBIT-marginal på 10,0% samt långsiktig tillväxt om 3,0%.

## Motiverat värde

Vårt motiverade värde är 30-36 kr per aktie (37-41). Candles har haft en fantastisk tillväxtresa, men har under det senaste året genomgått en omställning till en renodlad private label-tillverkare av hållbara doftljus, vilket har haft en negativ påverkan på tillväxt och lönsamhet. Candles måste nu börja bygga ett nytt "track-record" för att realisera aktieägarvärde. Det viktigaste för att uppnå vårt motiverade värde är att visa en tillväxt på 25-30% i snitt per år under de kommande åren och samtidigt generera en stigande lönsamhet och marginalexpansion.

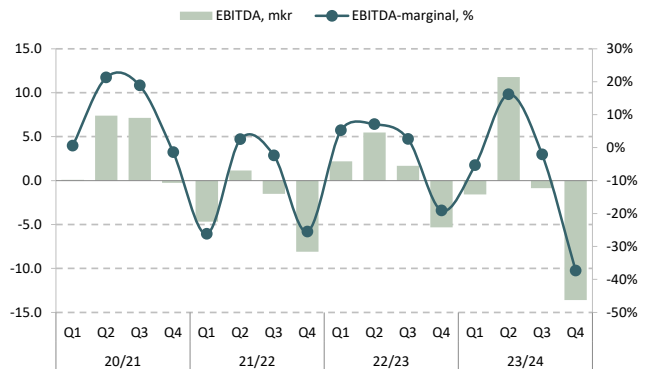
# Kvartalet i bilder

Figur 1: Nettoomsättning per kvartal



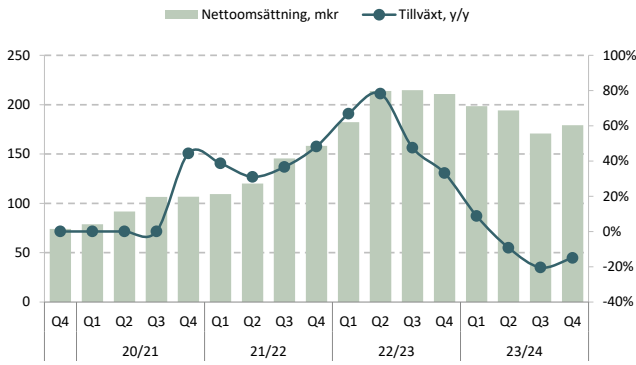
Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Figur 2: EBITDA och EBITDA-marginal per kvartal



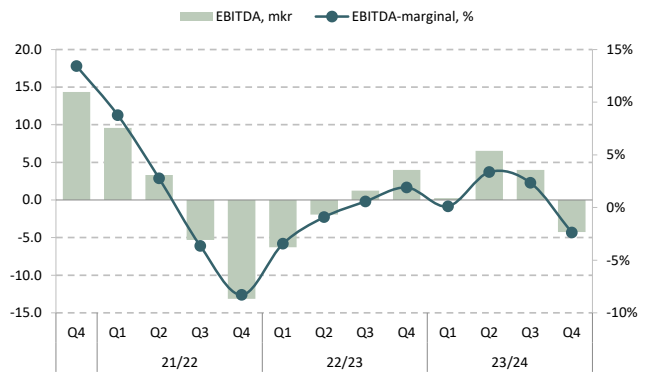
Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Figur 3: Nettoomsättning, R12m



Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Figur 4: EBITDA och EBITDA-marginal, R12m



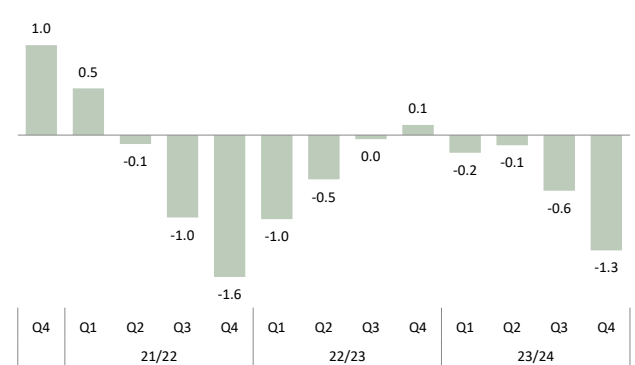
Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Figur 5: Vinst per aktie per kvartal, kr



Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Figur 6: Vinst per aktie R12m, kr



Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

## Prognoser och värdering

Vi sänker våra omsättnings- och EBIT-estimat för 24/25e och 25/26e med 3-7% respektive 60-70%. Vi behåller vårt tillväxtmål om 30% y/y för 24/25e, eftersom bolaget rekryterat tio nya kunder under det senaste räkenskapsåret och att orderboken enligt bolaget är rekordstor.

Samtidigt antar vi en mer konservativ syn på tillväxten under följande två år då vi räknar med en tillväxt på 25% per år vilket ska jämföras med bolagets tillväxtmål på 30% per år de kommande tre åren. Tidigare räknade vi med en tillväxt på 30% under 25/26e.

Vi tar höjd för höga uppstartskostnader för den nya produktionskapaciteten under de första sex månaderna av 24/25e. Detta reflekteras i våra sänkta EBIT-estimat. Vi räknar med en EBIT-marginal om 3% 24/25e och 6% 25/26e. Uppskattningen av EBIT-marginalutvecklingen kan vara konservativ givet skalfördelarna i den nya produktionskapaciteten, men vi vill se tydliga bevis under innevarande räkenskapsår innan vi är beredda att skruva upp våra marginalestimat.

### Motiverat värde 30–36 kr

Vi värderar Candles med en DCF-modell för att fånga upp våra starka och långsiktiga tillväxtprognoser. Vi räknar med en låg kassaflödesgenerering under de kommande två åren givet att uppskalningseffekten i de nya produktionslinorna tar tid och att tillväxten också genererar ett högre rörelsekapital. Vår bedömning är att Candles har potential att växa starkt organiskt under många år tack vare en unik marknadsposition och en helt ny skalbar och kostnadseffektiv produktionsapparat. Enligt våra beräkningar kan den installerade kapaciteten generera drygt 1 mdkr i omsättning vid 80% kapacitetsutnyttjande.

Vi har höjt vårt avkastningskrav till 15% (14%) för att reflektera en hög osäkerhet i marginalpotentialen i den nya produktionskapaciteten. Vår nya långsiktiga EBIT-marginal är 10,0% (12,0%).

Detta resulterar i ett sänkt motiverat värdeintervall om 30-36 kr (37-41).

Figur 7: DCF – antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	138	Risikfri ränta	2.5%	Långsiktig tillväxt	3.0%
Nuvärdet av terminalvärde	143	Riskpremie	5.5%	Långsiktig EBIT-marginal	10.0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>280</b>	Småbolagspremie	6.0%	Terminalvärdets andel av EV	51%
Nettoskuld, senast rapporterad	-5.9	Extra risk-premie	1.0%	Avskrivningar, % av omsättning	2.0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>15.0%</b>	Capex, % av omsättning	2.0%
<b>Eget kapital</b>	<b>286</b>			Rörelsekapital, % av omsättning	20%
Antal utstående aktier, full utspädning	8.7			Skattesats	21%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>33</b>				

Källa: Penser by Carnegie

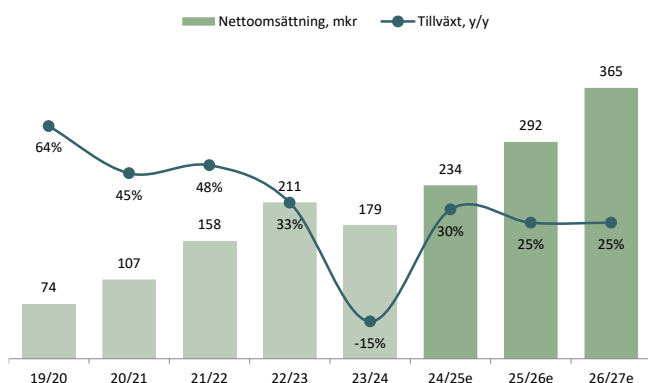
Figur 8: DCF – känslighetsanalys

	WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%		8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%
13.0%		39	40	41	42	44	13.0%	33	37	41	45	49
14.0%		35	36	37	38	39	14.0%	30	33	37	40	43
15.0%		32	32	33	34	35	15.0%	27	30	33	36	39
16.0%		29	30	30	31	32	16.0%	25	28	30	33	36
17.0%		27	27	28	28	29	17.0%	23	25	28	30	33

Källa: Penser by Carnegie

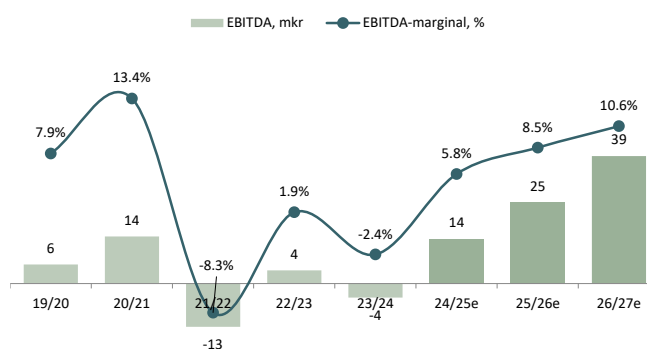
# Resultat- och estimatöversikt

Figur 9: Nettoomsättning



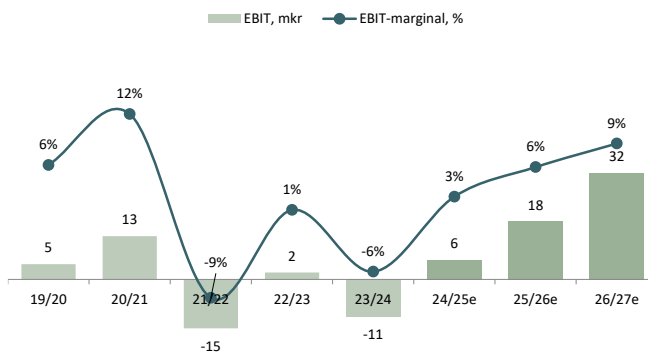
Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Figur 10: EBITDA och EBITDA-marginal



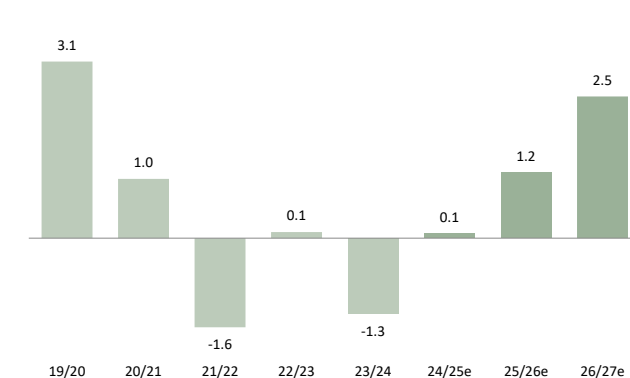
Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Figur 11: EBIT och EBIT-marginal



Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Figur 12: Vinst per aktie, kr



Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Resultaträkning									
	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
<b>Nettoomsättning</b>	45	74	107	158	211	179	234	292	365
Övriga rörelseintäkter	1	2	4	6	4	1	2	2	2
<b>Totala intäkter</b>	46	75	111	164	215	181	236	294	367
Kostnad sålda varor	-17	-36	-61	-97	-124	-120	-154	-190	-234
<b>Bruttoresultat</b>	30	40	50	67	91	61	81	104	133
Övriga rörelsekostnader	-31	-34	-36	-80	-87	-73	-68	-80	-95
<b>EBITDA</b>	-1	6	14	-13	4	-4	14	25	39
<b>EBITDA, justerad</b>	-1	6	14	-13	4	-4	14	25	39
Avskrivningar	-1	-1	-1	-2	-2	-2	-8	-7	-7
<b>EBITA, justerad</b>	-2	5	13	-15	2	-7	6	18	32
<b>EBIT</b>	-2	5	13	-15	2	-11	6	18	32
<b>EBIT, justerad</b>	-2	5	13	-15	2	-11	6	18	32
Finansnetto	-1	-1	-4	-1	0	-3	-5	-5	-5
<b>Resultat före skatt</b>	-3	3	10	-16	2	-14	1	13	27
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-3	3	10	-16	2	-14	1	13	27
Total skatt	0	0	-2	3	-1	3	0	-3	-6
<b>Nettoresultat</b>	-3	3	7	-13	0	-12	1	10	22
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-3	3	7	-13	0	-12	1	10	22
Omsättningsstillväxt	Neg.	64%	47%	48%	31%	-16%	30%	25%	25%
Bruttomarginal	65,7%	54,1%	47,1%	42,1%	43,2%	33,8%	34,9%	35,7%	36,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	6,3%	12,3%	Neg.	1,0%	Neg.	2,6%	6,1%	8,8%
EPS, justerad	-2,69	3,11	1,04	-1,67	0,05	-1,34	0,08	1,15	2,49
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	-66%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	116%

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
EBIT	-2	5	13	-15	2	-11	6	18	32
Övriga kassaflödesposter	2	-1	-2	0	-1	-3	2	-1	-4
Förändringar i rörelsekapital	0	-4	-7	-20	-37	34	-6	-11	-14
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	0	0	4	-35	-36	19	2	6	14
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-3	-3	-17	-7	-1	-3	-4
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	0	0	-3	-3	-17	-7	-1	-3	-4
<b>Fritt kassaflöde</b>	0	0	1	-38	-53	12	1	3	11
Nyemission / återköp	0	0	0	42	42	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	-1	0	45	-32	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	0	0	-1	42	87	-32	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	0	0	0	4	34	-19	1	3	11
<b>Nettoskuld</b>	18	23	18	16	7	-6	-7	-10	-21

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	3	2	3	3	4	3	3	3	3
Materiella anläggningstillgångar	1	1	2	3	21	26	20	16	13
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	5	2	5	5	5	5
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>27</b>	<b>35</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>21</b>
Varulager	24	28	40	65	76	38	44	55	69
Kundfordringar	8	15	8	15	14	16	21	26	33
Övriga omsättningstillgångar	1	2	3	3	10	5	5	5	5
Likvida medel och kortfristiga placeringar	0	0	0	4	38	19	20	23	33
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>33</b>	<b>46</b>	<b>51</b>	<b>88</b>	<b>138</b>	<b>78</b>	<b>90</b>	<b>109</b>	<b>140</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>56</b>	<b>99</b>	<b>165</b>	<b>112</b>	<b>118</b>	<b>133</b>	<b>162</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	2	5	13	42	94	84	84	94	116
<b>Summa eget kapital</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>42</b>	<b>94</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>94</b>	<b>116</b>
Långfristiga räntebärande skulder	9	9	6	2	0	12	12	12	12
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	9	14	12	19	46	1	1	1	1
Leverantörsskulder	13	11	10	19	26	16	21	26	33
Övriga kortfristiga skulder	4	10	15	17	0	0	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>27</b>	<b>35</b>	<b>37</b>	<b>54</b>	<b>71</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>34</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>37</b>	<b>49</b>	<b>56</b>	<b>99</b>	<b>165</b>	<b>112</b>	<b>118</b>	<b>133</b>	<b>162</b>

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Intäktstillväxt	Neg.	64%	47%	48%	31%	-16%	30%	25%	25%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	148%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	83%	57%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	183%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	195%	83%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	-66%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	116%
Bruttomarginal	65,7%	54,1%	47,1%	42,1%	43,2%	33,8%	34,9%	35,7%	36,5%
EBITDA-marginal	Neg.	7,9%	13,4%	Neg.	1,9%	Neg.	5,8%	8,5%	10,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	7,9%	13,4%	Neg.	1,9%	Neg.	5,8%	8,5%	10,6%
EBIT-marginal	Neg.	6,3%	12,3%	Neg.	1,0%	Neg.	2,6%	6,1%	8,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	6,3%	12,3%	Neg.	1,0%	Neg.	2,6%	6,1%	8,8%
Vinstmarginal, justerad	Neg.	4,2%	6,8%	Neg.	0,2%	Neg.	0,3%	3,4%	5,9%

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

## Avkastning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
ROE, justerad	Neg.	87%	80%	Neg.	1%	Neg.	1%	11%	21%
ROCE, justerad	Neg.	19%	41%	Neg.	2%	Neg.	6%	17%	27%
ROIC, justerad	Neg.	19%	44%	Neg.	3%	Neg.	8%	22%	36%

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Varulager / totala intäkter	53%	38%	36%	40%	36%	21%	19%	19%	19%
Kundfordringar / totala intäkter	17%	20%	7%	9%	6%	9%	9%	9%	9%
Leverantörsskulder / KSV	80%	32%	16%	20%	21%	13%	14%	14%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	56%	51%	38%	31%	34%	9%	10%	10%	10%
Rörelsekapital / totala intäkter	35%	33%	23%	29%	35%	24%	21%	20%	20%
Kapitalomsättningshastighet	2,3x	2,6x	3,6x	2,6x	1,5x	1,9x	2,4x	2,7x	2,8x

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
Nettoskuld	18	23	18	16	7	-6	-7	-10	-21
Soliditet	5%	10%	23%	43%	57%	75%	71%	71%	72%
Nettoskudsättningsgrad	8,9x	4,5x	1,4x	0,4x	0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	4,0x	1,2x	N.m.	1,9x	N.m.	-0,5x	-0,4x	-0,5x

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
EPS	-2,69	3,11	1,04	-1,67	0,05	-1,34	0,08	1,15	2,49
EPS, justerad	-2,69	3,11	1,04	-1,67	0,05	-1,34	0,08	1,15	2,49
FCF per aktie	0,00	-0,11	0,18	-4,81	-6,13	1,41	0,14	0,34	1,22
Eget kapital per aktie	2,03	5,14	1,86	5,42	10,9	9,68	9,77	10,9	13,4
Antal aktier vid årets slut, m	1,00	1,00	7,00	7,83	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65
Antal aktier efter utspädning, snitt	1,00	1,00	7,00	7,83	8,65	8,65	8,65	8,65	8,65

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie

## Värdering

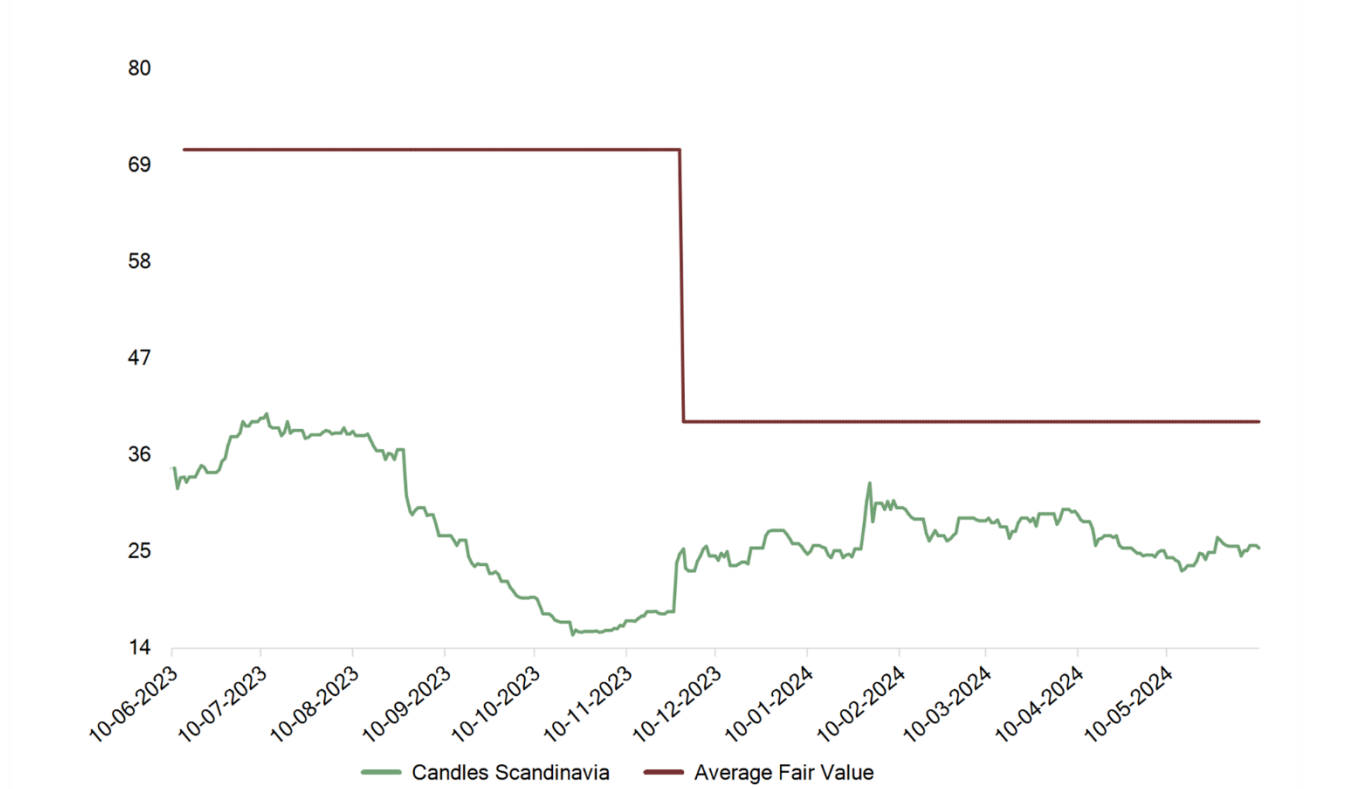
	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25e	25/26e	26/27e
P/E, justerad	Neg.	8,2x	61,9x	Neg.	100x	Neg.	100x	22,2x	10,3x
P/EK	12,6x	5,0x	34,6x	10,9x	2,5x	2,6x	2,6x	2,3x	1,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	100x	Neg.	Neg.	18,2x	100x	74,5x	21,0x
FCF-yield	0%	Neg.	0%	Neg.	Neg.	6%	1%	1%	5%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	3,8x	1,7x	1,2x	0,9x	0,7x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	87,8x	Neg.	16,0x	8,7x	5,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100x	Neg.	35,9x	12,2x	6,7x
EV	Neg.	Neg.	Neg.	603	352	210	216	216	216
Aktiekurs	25,6	25,6	64,5	59,0	27,6	25,6	25,6	25,6	25,6

Källa: Candles Scandinavia, Penser by Carnegie



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Candles Scandinavia (CANDLEB SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95